



2008年3月28日

中性

通讯设备

中金公司研究部

分析员: 李源

lilisa@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

南京熊猫(600775/9.13元)

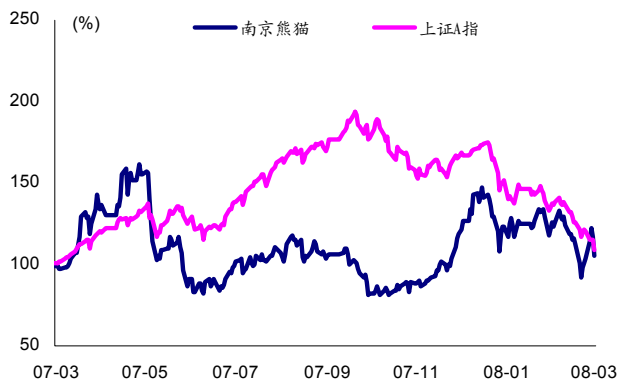
2007年业绩小幅增长, 低于预期

主要财务指标

(单位: 百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营业务收入	854.4	911.2	1,009.9	1,118.3	1,165.7
(+/-%)	28.1%	6.6%	10.8%	10.7%	4.2%
主营业务利润	124.1	150.0	169.0	172.6	178.2
(+/-%)	30.4%	20.9%	12.6%	2.1%	3.3%
营业利润	(172.1)	(129.6)	(114.6)	(81.9)	(81.9)
净利润	89.7	86.6	89.1	109.5	139.0
(+/-%)	44.3%	-3.4%	2.9%	22.9%	27.0%
每股收益(元)	0.137	0.132	0.136	0.167	0.212
市盈率(倍)	66.7	69.0	67.1	54.6	43.0
市净率(倍)	4.8	4.4	4.2	3.9	3.5
净资产收益率	7.4%	6.8%	6.7%	7.9%	16.5%

	H股	A股
当前股价	港币1.80	人民币9.13
股票代码	553.HK	600775.CH
52周最高价/最低价	港币5.50/1.55	人民币14.48/6.82
发行股数(百万股)	242	655
其中: 流通股数(百万股)	242	78
主要股东(持股比例)		熊猫电子集团(51.10%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

2007年业绩小幅增长, 低于预期: 南京熊猫今日公布2007年业绩, 实现收入10.1亿人民币, 同比增长10.8%; A股净利润为8909万人民币, 每股收益0.136元, 同比近增长2.9%, 低于预期20%。主要是由于07年来源于子公司的投资收益增速放缓, 而本部业绩持续下滑所致; 公司同时公布了每股送0.08元现金(含税)的分配方案。

本部业务持续亏损, 盈利增长依靠投资收益: ①实现主营业务销售收入10.1亿元, 同比小幅增长10.8%, 主要是由于电子制造及电子信息产品同比增幅高于预期; ②2007年综合毛利率为17.3%, 较去年同期略升0.2个百分点, 主要是电子信息产品毛利率上升及占收比上升所致。③期间费用率下降2.6%, 但仍维持高位, 公司07年资产减值同比增长1.2倍, 达到3845万元, 主要是计提的应收账款和存货的坏帐准备增加所致; ④2007年本部亏损为1.4亿元, 亏损同比增加1.8%, 主要是由于公司毛利率较低, 但同时费用率保持高位所致; 同时投资华飞亏损7200万元, 抵消了投资ENC及BMC等子公司带来的约3亿元的投资收益, 致使最终投资收益为2.3亿元, 同比仅增长2.2%。

下调盈利预测及维持对A股和H股“中性”的投资评级: 根据公司2007年经营情况, 对2008年和2009年每股收益分别下调22.3%和10.5%达到0.167元和0.212元, 对应当前股价, 市盈率分别达到54.6倍和43.0倍, 估值已经到位; 同时, 鉴于这类投资参股型公司对所参股企业无控制股, 难以准确预测其投资收益, 而其本部业务也尚未扭亏, 因此我们认为理应在估值上较同类通讯设备企业体现出较大的折扣, 因此维持对A股和H股“中性”的投资评级。

2007年业绩小幅增长，低于预期

南京熊猫今日公布2007年业绩，实现收入10.1亿人民币，同比增长10.8%；A股净利润为8909万人民币，每股收益0.136元，同比近增长2.9%，低于预期20%。主要是由于07年来源于子公司的投资收益增速放缓，而本部业绩持续下滑所致；公司同时公布了每股送0.08元现金（含税）的分配方案。

销售收入同比小幅增长

实现主营业务销售收入10.1亿元，同比小幅增长10.8%，主要是由于电子制造及电子信息产品同比增幅高于预期：

毛利率略升0.2个百分点

2007年综合毛利率为17.3%，较去年同期略升0.2个百分点，主要是电子信息产品毛利率上升及占比上升所致。

期间费用率下降2.6%，但仍维持高位

- ✓ 2007年期间费用率同比下降了2.6个百分点，至28.1%。主要是公司加强预算管理的结果，其中管理费用和营业费用率分别同比下降4.7和0.2个百分点，若扣除900万应付福利费冲减的管理费用，管理费用率实际下降3.8个百分点。
- ✓ 公司07年资产减值同比增长1.2倍，达到3845万元，占收入比重同比上升1.9个百分点，达到3.8%，主要是计提的应收账款和存货的坏帐准备增加所致。

本部业务持续亏损，盈利增长依靠投资收益

- ✓ 2007年本部亏损为1.4亿元，亏损同比增加1.8%，主要是由于公司毛利率较低，但同时费用率保持高位所致。
- ✓ 受中国移动CAPEX增长带动，南京爱立信熊猫(ENC)净利润为5.2亿元，同比增长32.4%；同时北京索爱普天(BMC)手机业务持续发展，净利同比增长28.5%，达到7.5亿元。共为公司带来约3亿元的投资收益。
- ✓ 但公司持股25%的华飞公司，07年出现3.6亿元的巨额亏损，公司按比例亏损7200万元。此亏损抵消了公司持有的其他子公司投资收益的增长，致使公司07年投资收益最终投资收益仅同比小幅增长2.2%，达到2.3亿元人民币。

下调盈利预测和对A股和H股“中性”的投资评级

根据公司2007年经营情况，对2008年和2009年每股收益分别下调22.3%和10.5%达到0.167元和0.212元，对应当前股价，市盈率分别达到54.6倍和43.0倍，估值已经到位；同时，鉴于这类投资参股型公司对所参股企业无控制股，难以准确预测其投资收益，而其本部业务也尚未扭亏，因此我们认为理应在估值上较同类通讯设备企业体现出较大的折扣，因此维持对A股和H股“中性”的投资评级。

表1: 南京熊猫2007年业绩对比(A股)

(人民币百万)	2006A	2007A	YoY	2H2006	1H2007	2H2007	YoY	QoQ	4Q2006	3Q2007	4Q2007	YoY	QoQ
财务概览													
净利润	86.6	89.1	2.9%	57.9	32.3	56.8	-1.9%	75.5%	20.5	23.2	33.5	64.0%	44.4%
本部业务	-139.0	-141.4	-1.8%	-100.7	-107.2	-34.2	66.0%	68.1%	-62.1	1.4	-35.6	42.7%	-2709.5%
投资收益	225.6	230.5	2.2%	158.6	139.5	91.0	-42.6%	-34.8%	82.5	21.9	69.1	-16.3%	216.2%
每股收益(元)	0.13	0.14	2.9%	0.09	0.05	0.09	-1.9%	75.5%	0.031	0.035	0.051	64.0%	44.4%
本部业务													
主营业务收入	911.2	1,009.9	10.8%	546.2	318.6	691.4	26.6%	117.0%	336.4	200.5	490.9	45.9%	144.8%
主营业务利润	150.0	169.0	12.6%	95.5	52.7	116.3	21.8%	120.8%	51.6	28.8	87.5	69.4%	203.8%
毛利	155.2	174.4	12.4%	98.5	54.9	119.5	21.3%	117.8%	53.7	30.5	89.0	65.9%	192.4%
毛利率	17.0%	17.3%	0.2%	18.0%	17.2%	17.3%	-0.8%	0.1%	16.0%	15.2%	18.1%	2.2%	3.0%
总费用	279.6	283.6	1.4%	194.3	136.6	147.0	-24.4%	7.6%	111.9	28.0	118.9	6.3%	324.7%
费用率	30.7%	28.1%	-2.6%	35.6%	42.9%	21.3%	-14.3%	-21.6%	33.3%	14.0%	24.2%	-9.0%	10.3%
营业利润	-129.6	-114.6	11.6%	-98.9	-83.9	-30.7	69.0%	63.5%	-60.2	0.8	-31.4	47.8%	-4085.2%
所得税	3.0	7.2	138.0%	-1.7	4.7	2.5	n.a.	-46.8%	-0.6	1.5	1.0	n.a.	-35.2%
少数股东损益	7.5	7.2	-3.8%	5.4	0.4	6.8	25.8%	1614.6%	3.1	-1.9	8.7	181.5%	n.a.
本部业务净利	-139.0	-141.4	-1.8%	-100.7	-107.2	-34.2	66.0%	68.1%	-62.1	1.4	-35.6	42.7%	-2709.5%
本部业务占净利润的比重	-160.4%	-158.7%	1.7%	-174.1%	-331.6%	-60.3%	113.8%	271.3%	-303.5%	5.9%	-106.0%	65.1%	-1906.7%
投资收益													
投资收益	225.6	230.5	2.2%	158.6	139.5	91.0	-42.6%	-34.8%	82.5	21.9	69.1	-16.3%	216.2%
投资收益占净利润的比重	260.4%	258.7%	-1.7%	274.1%	431.6%	160.3%	-113.8%	-271.3%	403.5%	94.1%	206.0%	-197.5%	111.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 2: 南京熊猫 (A 股) 盈利预测调整表

(除特别指出外 人民币百万元)	2008E			2009E		
	原预测	现预测	变化率%	原预测	现预测	变化率%
主营业务收入	871.4	1,118.3	28.3%	914.1	1,165.7	27.5%
移动通信	250.7	337.4	34.6%	250.7	337.4	34.6%
电子资讯	193.7	306.7	58.3%	193.7	306.7	58.3%
机电仪	243.2	204.2	-16.0%	267.5	224.6	-16.0%
卫星通信	121.0	207.2	71.3%	133.1	228.0	71.3%
其他	62.8	62.8	0.0%	69.0	69.0	0.0%
占收比						
移动通信	28.8%	30.2%	1.4%	27.4%	28.9%	1.5%
电子资讯	22.2%	27.4%	5.2%	21.2%	26.3%	5.1%
机电仪	27.9%	18.3%	-9.6%	29.3%	19.3%	-10.0%
卫星通信	13.9%	18.5%	4.6%	14.6%	19.6%	5.0%
其他	7.2%	5.6%	-1.6%	7.6%	5.9%	-1.6%
主营业务成本	(738.8)	(939.8)	27.2%	(774.9)	(981.3)	26.6%
主营业务税金及附加	(4.0)	(6.0)	48.3%	(4.2)	(6.2)	47.4%
主营业务利润	128.6	172.6	34.1%	135.0	178.2	32.0%
毛利率%	15.2%	16.0%	0.7%	15.2%	15.8%	0.6%
费用	(274.2)	(317.0)	15.6%	(284.3)	(322.6)	13.5%
费用率%	31.5%	28.3%	-3.1%	31.1%	27.7%	-3.4%
营业费用	(26.1)	(25.7)	-1.6%	(27.4)	(24.5)	-10.7%
占主营业务收入%	3.0%	2.3%	-0.7%	3.0%	2.1%	-0.9%
管理费用	(191.7)	(183.4)	-4.3%	(201.1)	(191.2)	-4.9%
占主营业务收入%	22.0%	16.4%	-5.6%	22.0%	16.4%	-5.6%
财务费用	(51.3)	(57.8)	12.8%	(50.8)	(57.0)	12.1%
占主营业务收入%	5.9%	5.2%	-0.7%	5.6%	4.9%	-0.7%
营业利润	(128.0)	(81.9)	-36.0%	(131.8)	(81.9)	-37.8%
占主营业务收入%	-14.7%	-7.3%	7.4%	-14.4%	-7.0%	7.4%
投资收益	277.6	227.2	-18.2%	296.6	259.0	-12.7%
ENC所贡献的投资收益	108.7	146.1	34.4%	112.2	147.8	31.7%
ENC净利润	402.6	541.2	34.4%	415.7	547.6	31.7%
BMC所贡献的投资收益	163.3	156.5	-4.2%	178.4	171.0	-4.2%
BMC净利润	816.7	782.6	-4.2%	892.2	855.0	-4.2%
营业外收支净额	(19.9)	(19.9)	0.0%	(19.9)	(19.9)	0.0%
税前利润	153.7	125.4	-18.4%	169.0	157.2	-7.0%
占主营业务收入%	17.6%	11.2%	-6.4%	18.5%	13.5%	-5.0%
所得税	(6.6)	(8.8)	33.3%	(7.2)	(11.0)	52.1%
有效税率	-4.3%	-7.0%	-2.7%	-4.3%	-7.0%	-2.7%
少数股东损益	(6.3)	(7.2)	13.9%	(6.3)	(7.2)	13.9%
净利润	140.8	109.5	-22.3%	155.4	139.0	-10.5%
净利率%	16.2%	9.8%	-6.4%	17.0%	11.9%	-5.1%
每股收益	0.215	0.167	-22.3%	0.237	0.212	-10.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 3: 南京熊猫盈利预测 (A 股)

(除特别指出外人民币百万)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	FY06/FY05	FY07/FY06	FY08/FY07	FY09/FY08
主营业务收入	854.4	911.2	1,009.9	1,118.3	1,165.7	6.6%	10.8%	10.7%	4.2%
移动通信	224.4	238.8	306.8	337.4	337.4	6.4%	28.5%	10.0%	0.0%
电子资讯	216.0	193.7	278.8	306.7	306.7	-10.3%	43.9%	10.0%	0.0%
机电仪	199.4	221.1	185.6	204.2	224.6	10.8%	-16.0%	10.0%	10.0%
卫星通信	176.7	179.6	197.4	207.2	228.0	1.6%	9.9%	5.0%	10.0%
其他	37.8	78.0	41.4	62.8	69.0	106.2%	-46.9%	51.5%	10.0%
占收比									
移动通信	26.3%	26.2%	30.4%	30.2%	28.9%	-0.1%	4.2%	-0.2%	-1.2%
电子资讯	25.3%	21.3%	27.6%	27.4%	26.3%	-4.0%	6.3%	-0.2%	-1.1%
机电仪	23.3%	24.3%	18.4%	18.3%	19.3%	0.9%	-5.9%	-0.1%	1.0%
卫星通信	20.7%	19.7%	19.5%	18.5%	19.6%	-1.0%	-0.2%	-1.0%	1.0%
其他	4.4%	8.6%	4.1%	5.6%	5.9%	4.1%	-4.5%	1.5%	0.3%
主营业务成本	(726.7)	(756.0)	(835.6)	(939.8)	(981.3)	4.0%	10.5%	12.5%	4.4%
主营业务税金及附加	(3.6)	(5.2)	(5.4)	(6.0)	(6.2)	43.5%	4.4%	10.7%	4.2%
主营业务利润	124.1	150.0	169.0	172.6	178.2	20.9%	12.6%	2.1%	3.3%
毛利率%	14.9%	17.0%	17.3%	16.0%	15.8%	2.1%	0.2%	-1.3%	-0.1%
费用	(307.3)	(279.6)	(283.6)	(317.0)	(322.6)	-9.0%	1.4%	11.8%	1.8%
费用率%	36.0%	30.7%	28.1%	28.3%	27.7%	-5.3%	-2.6%	0.3%	-0.7%
营业费用	(24.5)	(17.9)	(18.3)	(25.7)	(24.5)	-27.0%	2.1%	40.7%	-4.8%
占主营业务收入%	2.9%	2.0%	1.8%	2.3%	2.1%	-0.9%	-0.2%	0.5%	-0.2%
管理费用	(226.3)	(192.2)	(165.6)	(183.4)	(191.2)	-15.1%	-13.8%	10.7%	4.2%
占主营业务收入%	26.5%	21.1%	16.4%	16.4%	16.4%	-5.4%	-4.7%	0.0%	0.0%
财务费用	(56.4)	(52.1)	(61.2)	(57.8)	(57.0)	-7.7%	17.5%	-5.5%	-1.5%
占主营业务收入%	6.6%	5.7%	6.1%	5.2%	4.9%	-0.9%	0.3%	-0.9%	-0.3%
营业利润	(172.1)	(129.6)	(114.6)	(81.9)	(81.9)	24.7%	11.6%	28.5%	0.0%
占主营业务收入%	-20.1%	-14.2%	-11.3%	-7.3%	-7.0%	5.9%	2.9%	4.0%	0.3%
投资收益	262.9	225.6	230.5	227.2	259.0	-14.2%	2.2%	-1.4%	14.0%
ENC所贡献的投资收益	108.5	105.8	140.1	146.1	147.8	-2.4%	32.4%	4.3%	1.2%
ENC净利润	404.0	392.0	519.0	541.2	547.6	-3.0%	32.4%	4.3%	1.2%
BMC所贡献的投资收益	138.4	118.8	149.6	156.5	171.0	-14.2%	25.9%	4.6%	9.2%
BMC净利润	692.0	594.0	748.0	782.6	855.0	-14.2%	25.9%	4.6%	9.2%
营业外收支净额	(1.3)	1.2	(12.4)	(19.9)	(19.9)	-190.7%	-1178.2%	59.7%	0.0%
税前利润	90.2	97.1	103.5	125.4	157.2	7.6%	6.6%	21.2%	25.4%
占主营业务收入%	10.6%	10.7%	10.2%	11.2%	13.5%	0.1%	-0.4%	1.0%	2.3%
所得税	(3.2)	(3.0)	(7.2)	(8.8)	(11.0)	-4.4%	138.0%	21.5%	25.4%
有效税率	-3.5%	-3.1%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	0.4%	-3.9%	0.0%	0.0%
少数股东损益	(2.1)	(7.5)	(7.2)	(7.2)	(7.2)	-533.0%	-3.8%	0.0%	0.0%
净利润	89.7	86.6	89.09	109.5	139.0	-3.4%	2.9%	22.9%	27.0%
净利率%	10.5%	9.5%	8.8%	9.8%	11.9%	-1.0%	-0.7%	1.0%	2.1%
每股收益	0.137	0.132	0.136	0.167	0.212	-3.4%	2.9%	22.9%	27.0%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 4: 可比公司估值比较

	股价	总市值	销售规模	市盈率				利润增长率		PEG
	2008-3-27	2008-3-27 (百万美元)	2006A (百万美元)	2005A	2006A	2007E(A)	2008E	2009E	FY09/FY07	2008E
综合设备制造商										
国内可比公司										
中兴通讯	CNY 58.68	7,446	3,285	47.1x	73.4x	45.0x	31.7x	22.4x	41.7%	0.8x
中兴通讯 (除激励成本)	CNY 58.68	7,446	3,285	47.1x	73.4x	36.3x	27.1x	20.7x	32.2%	0.8x
大唐电信	CNY 11.58	725	307	-	-	160.9x	98.1x	74.9x	46.6%	2.1x
南京熊猫	CNY 9.13	594	126	66.7x	69.0x	67.1x	54.6x	43.0x	24.9%	2.2x
烽火通信	CNY 12.59	736	260	122.4x	100.6x	47.3x	39.3x	33.3x	19.3%	2.0x
平均值				94.6x	84.8x	57.2x	46.9x	38.1x	22.1%	2.1x
通信光缆厂商										
亨通光电	CNY 20.76	492	151	70.7x	59.2x	39.8x	27.1x	23.4x	30.4%	0.9x
中天科技	CNY 10.32	399	165	118.6x	70.7x	33.1x	22.0x	16.1x	43.4%	0.5x
平均值				94.7x	65.0x	36.5x	24.6x	19.8x	36.9%	0.7x
系统集成及服务提供商										
亿阳信通	CNY 16.87	706	124	71.9x	54.8x	41.3x	31.0x	22.4x	35.7%	0.9x
华胜天成	CNY 18.57	925	244	63.9x	43.3x	36.4x	25.0x	17.7x	43.3%	0.6x
平均值				67.9x	49.0x	38.8x	28.0x	20.1x	39.5%	0.7x
专业设备提供商										
中创信测	CNY 12.96	253	26	-	117.8x	78.0x	63.9x	47.4x	28.2%	2.3x
动力源	CNY 9.64	287	53	111.5x	233.9x	490.2x	206.8x	78.6x	149.7%	1.4x
平均值				111.5x	175.8x	284.1x	135.4x	63.0x	89.0%	1.8x
国际可比公司										
中兴港股	HKD 36.70	7,446	2,960	28.4x	45.9x	26.4x	16.7x	11.1x	54.5%	0.3x
中兴港股 (除激励成本)	HKD 36.70	7,446	2,960	28.4x	45.9x	21.3x	14.3x	10.3x	44.2%	0.3x
南京熊猫港股	HKD 1.80	594	113	13.1x	12.7x	11.2x	7.5x	6.4x	33.0%	0.2x
摩托罗拉	USD 10.02	22,593	42,847	5.4x	6.7x	43.6x	79.5x	16.3x	63.3%	1.3x
爱立信	SEK 11.44	31,046	29,877	7.5x	6.9x	8.1x	9.6x	8.4x	-1.6%	-6.0
诺基亚	EUR 19.83	124,716	64,934	23.9x	18.7x	13.2x	11.9x	10.8x	10.6%	1.1x
阿尔卡特/朗讯	EUR 3.64	13,317	19,395	5.4x	-	520.0x	13.8x	7.6x	726.4%	0.0x
北电	CAD 6.58	2,819	11,192	-	109.7x	14.9x	9.0x	7.1x	44.6%	0.2x
思科	USD 24.78	147,714	28,484	28.2x	27.2x	18.6x	16.3x	14.5x	13.3%	1.2x
高通	USD 40.49	65,282	7,526	30.9x	27.2x	20.3x	19.3x	17.7x	7.3%	2.7x
平均值				18.2x	29.9x	18.6x	21.9x	11.6x	24.3%	0.1x

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
凯德大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室
电话: (86755) 8319-5000
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。